

六国化工 (600470)

中性/维持评级

股价: RMB9.14

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000510120037

(0755)8249 3656

xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

赵森

(0755)8236 8536

zhaosen@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《谋求稳定主营, 尝试多元发展》

20100420

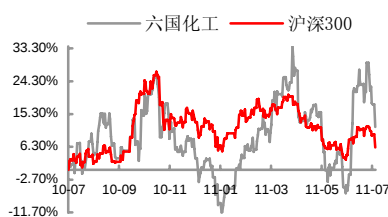
《业绩符合预期, 期待更好发展》

20110327

基础数据

总股本 (百万股)	522
流通 A 股 (百万股)	522
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,767

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

受益行业景气 业绩显著增长

- **公司半年报, 收入、利润均有大幅增长。**公司上半年实现营业收入 15.75 亿元, 同比增长 29.4%, 销售毛利率 9.87%; 营业利润 7883 万元, 归属上市公司股东的净利润 6462 万元, 扣非后净利润 6420 万, 分别同比增长 61%、39%、52%。上半年每股收益 0.12 元, 因产品价格涨幅较大, 公司业绩略超我们预期。
- **上半年国内磷铵、复合肥整体行情较好。**国际磷肥价格高位, 带动国内磷铵、复合肥行业景气。磷酸二铵均价同比上涨 450-550 元/吨, 涨幅近 20%, 一铵同比上涨 1000 元/吨以上, 涨幅超过 50%, 复合肥同比上涨 750-850 元/吨, 涨幅约 45%。我们预计, 国际农产品价格高位情况下, 国际、国内农化产品仍将处于高景气。
- **公司业绩增长, 主要受益行业景气。**一铵受益最大, 毛利率增长 9.3 个百分点, 主要由于国内二元复合肥出口增长, 对原料一铵采购增加, 价格上涨; 我们估算二铵销量有 7% 左右增长; 公司直接出口仅 4300 万元, 同比减少 42%, 估算出口量不超 2 万吨, 公司业绩增长主要受益国内化肥景气。
- **三项费用小幅上升。**公司三项费用率 4.76%, 仍处较低水平, 管理费用 4067 万, 同比增长 43%, 主要是职工薪酬及资产折旧、摊销费增加; 营业费用增加 13%, 与销量增长有关; 因利息费用降低, 公司财务费用减少 60 万。工程建设需要, 公司长期借款增至 1.12 亿, 同比增 400%, 但短期借款由 2.06 亿降至 1.4 亿, 公司资产负债率 33%, 仍较低。
- **公司建设项目有序进行。**上半年 3 万吨/年工业一铵项目投产, 除 80 万吨/年磷矿项目外, 其余的 28 万吨/年合成氨等项目均有序进行。
- **投资建议:**公司产品价格涨幅超我们预期, 我们将二铵 11 年均价由 2870 元/吨上调至 2940 元/吨。公司 2011 年摊薄后盈利预测由 0.19 元上调至 0.24 元, 对应 PE 40 倍, 同类公司中估值仍然偏高, 维持“中性”评级。
- **风险提示:**化肥行业受天气因素等影响, 需求量或价格大幅下降。国家出台严厉政策限制磷肥、复合肥出口; 公司原料价格大幅上涨。

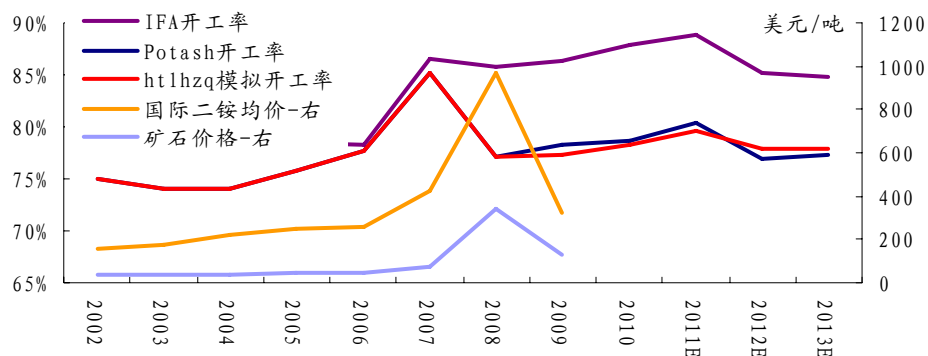
经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2733.6	3173.0	3345.0	3777.0
(+/-%)	-6.3	16.1	5.4	12.9
归属母公司净利润(百万元)	81.7	124.0	144.0	181.0
(+/-%)	50.1	51.8	16.1	25.7
EPS(元)	0.16	0.24	0.28	0.35
P/E(倍)	58.4	40.4	34.8	27.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

国际、国内磷肥需求旺盛

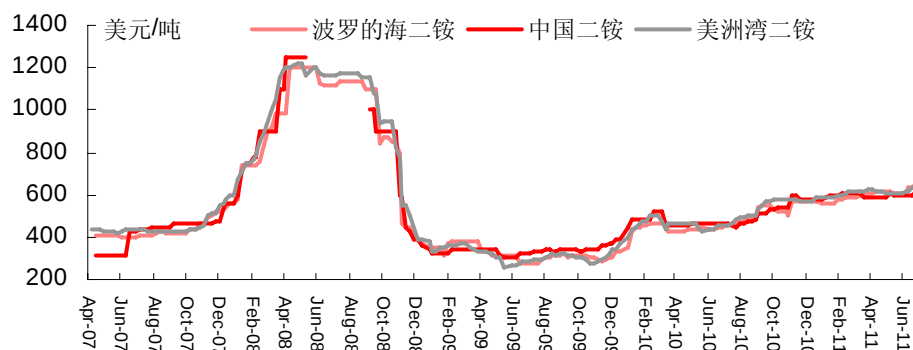
我们预计 2011 年全球磷酸开工率达到 80%，仅低于 2007 年的 85% 的水平，全球磷肥价格上涨，美洲湾达到 650 美元/吨，较 10 年 7 月低点已上涨 45%。全球农产品价格高位，我们预计国际磷铵价格还将持续高位。国际旺盛需求带动国内磷铵景气。

图 1： 2011 年国际磷酸开工率将达到 80%



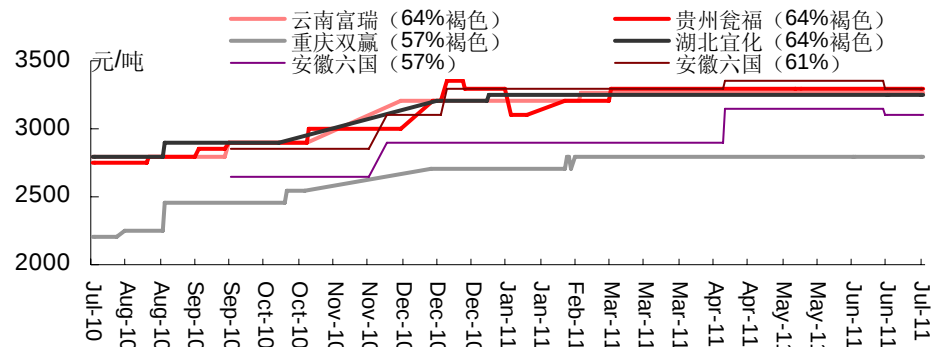
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 国际磷铵价格持续上涨



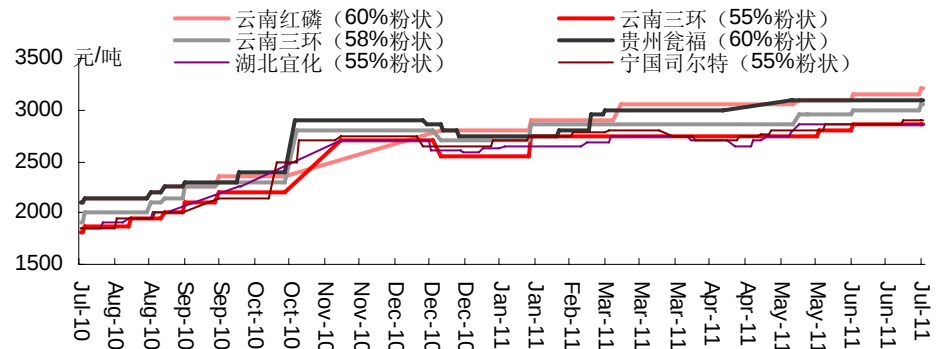
资料来源：bloomberg，华泰联合证券研究所

图 3： 国内二铵价格



资料来源：百川资讯，华泰联合证券研究所

图 4： 国内一铵价格上涨幅度高于二铵



资料来源：百川资讯，华泰联合证券研究所

投资建议

我们将公司 11 年摊薄后盈利预测由 0.19 元上调至 0.24 元,12、13 年相应上调至 0.28、0.35 元,对应 PE 40、35、28 倍,维持“中性”评级。

风险提示

国际、国内磷肥受天气因素等影响,需求大幅下降;国家出台严厉政策限制磷肥、复合肥出口;公司原料硫酸、液氨、磷矿石等价格大幅上涨。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2159	1894	2067	2557	营业收入	2734	3173	3345	3777
现金	1301	843	1039	1325	营业成本	2498	2861	2983	3343
应收账款	7	20	20	23	营业税金及附加	9	11	12	13
其他应收款	6	6	7	8	营业费用	58	63	67	76
预付账款	269	199	224	281	管理费用	56	79	84	89
存货	546	801	746	886	财务费用	5	7	23	34
其他流动资产	1	24	31	35	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	1246	1771	2049	1893	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	35	35	35	35	投资净收益	-1	1	1	1
固定资产	688	1117	1520	1664	营业利润	97	152	178	224
无形资产	45	45	45	45	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	574	449	149	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	3405	3665	4116	4450	利润总额	104	152	178	224
流动负债	1072	1120	1324	1422	所得税	24	26	30	38
短期借款	86	123	378	413	净利润	80	126	148	186
应付账款	271	323	290	355	少数股东损益	-1	2	4	4
其他流动负债	0	674	656	653	归属母公司净利	82	124	144	181
非流动负债	39	173	273	323	EBITDA	102	238	323	414
长期借款	22	172	272	322	EPS (元)	0.16	0.24	0.28	0.35
其他非流动负	16	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	1111	1293	1597	1745	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	95	96	100	104	成长能力				
股本	326	522	522	522	营业收入	-6.3%	16.1%	5.4%	12.9%
资本公积	1458	1263	1263	1263	营业利润	102.0	56.7%	17.4%	25.6%
留存收益	402	477	622	803	归属母公司净利	50.1%	52.3%	16.0%	25.6%
归属母公司股	2200	2275	2419	2601	获利能力				
负债和股东权	3405	3665	4116	4450	毛利率(%)	0.0%	9.8%	10.8%	11.5%
现金流量表					净利率(%)	3.0%	3.9%	4.3%	4.8%
单位: 百万元					ROE(%)	3.7%	5.5%	6.0%	7.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	3.4%	0.0%	8.0%	10.3%
经营活动现金	-2	11	263	233	偿债能力				
净利润	80	126	148	186	资产负债率(%)	32.6%	35.3%	38.8%	39.2%
折旧摊销	0	79	122	156	净负债比率(%)	106.24	22.84	40.69	42.15
财务费用	4	7	23	34	流动比率	2.01	1.69	1.56	1.80
投资损失	1	-1	-1	-1	速动比率	1.50	0.98	1.00	1.18
营运资金变动	0	-182	-29	-142	营运能力				
其他经营现金	-8	-18	1	0	总资产周转率	0.98	0.90	0.86	0.88
投资活动现金	-314	-599	-399	1	应收账款周转率	168	217	153	162
资本支出	323	600	400	0	应付账款周转率	10.74	9.63	9.73	10.36
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	1	1	1	每股收益(最新	0.16	0.24	0.28	0.35
筹资活动现金	1063	131	331	51	每股经营现金流	0.00	0.02	0.51	0.45
短期借款	-20	37	254	36	每股净资产(最	4.40	4.36	4.64	4.99
长期借款	0	150	100	50	估值比率				
普通股增加	100	196	0	0	P/E	58.35	40.41	34.84	27.74
资本公积增加	920	-196	0	0	P/B	2.08	2.21	2.08	1.93
其他筹资现金	63	-56	-23	-34	EV/EBITDA	49	16	12	9
现金净增加额	0	-458	196	286					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司